

ANTE LAS TURBULENCIAS: ENFATIZAR LOS “FUNDAMENTALES” MODELICOS

Eduardo L. Curia

1. La “infaltable” volatilidad mundial

Las recientes turbulencias internacionales reafirman la exposición de la economía y de las finanzas del mundo a los acusados picos de volatilidad.

Este nuevo caso de “quiebre de burbuja”, pasa ahora por la evolución del mercado hipotecario americano, sobreexpandido a través de la propulsión de las hipotecas de baja calidad –“*subprime*”, las “*ALT-A*”-, en las cuales las garantías que se otorgan son débiles o inexistentes, o , en su caso, se alegan, pero las constancias al respecto son insuficientes.

Más que probablemente, la burbuja incoada por medio del apalancamiento irresponsable padeció el impacto derivado del proceso de alza de las tasas de interés verificado en EE. UU. durante los últimos tiempos. El quiebre terminó siendo un corolario del asunto, en un marco en el que arreciaban las denuncias y los comentarios críticos sobre la burbuja que se alimentaba. La globalización arrimó su contribución, porque fondos de inversión de otros países, como por ejemplo de Francia, incluyen en sus portafolios paquetes ligados al negocio hipotecario americano.

El propio prestigio del célebre Greenspan aparece chasmuscado en la anécdota, porque ha sido durante su gestión cuando se habría practicado la “vista gorda” en el campo regulatorio con relación al armado de la burbuja. También se renueva la crítica a las evaluadoras de riesgo, que parecen calibrar bien a éste recién cuando la estantería está por derrumbarse.

Se perfilan dudas. ¿Cuál es el verdadero nivel de apalancamiento vinculado a la burbuja, lo que daría una escala más precisa de la real onda expansiva del fenómeno?. ¿Se está ante un *crunch* de liquidez o de solvencia?.

Los interrogantes pesan sobre la responsabilidad y conducta de los bancos centrales de los países poderosos. Con diversa convicción, parece haberse coincidido en la necesidad de inyectar liquidez. Siempre se ha discutido, y se discute, sobre el eventual compromiso o conflicto para las autoridades monetarias entre la posible inyección de liquidez para apoyar instancias críticas de orden financiero y la preservación del objetivo antiinflacionario. La respuesta concreta, hoy, es la inyección de liquidez.

Sin embargo, las discusiones no cesan con esto. Siendo que el arrimar liquidez busca frenar un *desapalancamiento extremo*, con el riesgo de contagio asociado, lo que también cabe interrogarse es si, hasta cierto punto, corresponde impulsar un cierto escarmiento para los malos negocios. Aquí se perfilan dos objetivos o intereses no fácilmente reconciliables.

Una relativa armonización entre estas dos preocupaciones es lo que, aparentemente, perseguiría Ben Bernanke, el nuevo *chairman* de la Reserva Federal. Así procede a inyectar dinero en la plaza y a reducir la tasa de descuento, pero no recorta (aun) la tasa de los *federal funds*, a la que se considera dotada de una mayor incidencia en el giro del negocio financiero conectado con las hipotecas.

Bernanke busca hacer “sintonía fina” en el medio de la borrasca. Ello, a la par que trata de imponer a la Reserva Federal un estilo menos personalizado. Coherente con su sutil crítica a la *Greenspan way* y a su inclinación a favor de un *inflation targeting* más formal, en lugar del discrecional, “llevado en el alma”, que operaba su célebre antecesor.

La sintonía fina de Bernanke puede resultar una verdadera obra de arte a un determinado nivel de las turbulencias; si, en cambio, el apalancamiento “escondido” ligado a la burbuja es bastante más intenso, más proliferantes los vaivenes, y con efectos “contagio” más extendidos (pegando fuerte en otras plazas), vamos a sudar más. Y se hablará del “riesgo Bernanke” en comparación con la aptitud que trasuntaba Greenspan.

Desde ya, lo que hagan los bancos centrales de las naciones líderes, influye fuertemente en el perfil de la crisis.

A nivel de lo desplegado hasta aquí, la escala problemática derivada de las turbulencias parecería acotada. En estos casos, siempre es de temer, en perspectiva, daños en términos de enrarecimiento comercial mundial, atenuación del ritmo económico global, endurecimiento financiero, entre otros aspectos. Por supuesto, también hay algunos factores que pueden jugar compensatoriamente. La impresión hasta el punto en que se llegó, es que los daños serían suaves, quizás, con algo más de rigor en el frente financiero.

No obstante, y de cara a esta imagen “auspiciosa”, y que hasta incluiría atrevidos brotes de optimismo en las bolsas, el intrínquilis que corroe, y que puede alterar el paisaje más bien alentador mencionado es, que, en medio de la red de apalancamiento “oculto” que se hallaría asociada el momento del *rush* fuerte de la burbuja, haya “nodos” agazapados que terminen estallando, replicando una nueva ronda de ruidos intensos. Esto colocaría a prueba a los bancos centrales en una dimensión más profunda, y las secuelas varias ligadas a las turbulencias podrían ganar entidad.

Naturalmente, según el mayor o menor grado de las turbulencias – secuelas en juego, mayor o menor será la intensidad de la *contingencia* para el país; o sea, de la intensidad del reto o del vigor de las respuestas a empuñar.

2. Atrincherarnos en nuestros Fundamentales (Modélicos)

Vueltos hacia la Argentina, está claro que resultó posicionado el BCRA como *interlocutor proverbial* frente a la irritación financiera externa, de cara a la contingencia en curso. Y, en general, se movió acertadamente.

La economía argentina tiene los pertrechos que tiene por su arquitectura modélica, y, a partir de allí, “se planta” ante eventuales ruidos externos de una manera superior a la característica de los 90. Claro, aun así, cierto debilitamiento tendencial que se observa en el frente fiscal y en materia comercial externa, nos dice que, probablemente, aquellos pertrechos no se ubiquen “en su óptimo”. Pero, están...

Es conocido que vengo reclamando se otorgue una especial consideración a los aspectos referidos. Da la impresión de que, por diversas razones, no caben en tales esferas respuestas inmediatas demasiado efectivas. “Hay procesos”. Planteo la “hora de las verdad” para el “día después” de las elecciones. Salvo apremios que luzcan imposible de soslayar, algo que sería bastante fastidioso al forzar plazos políticos. Las medidas de “administración “de importaciones en el caso de compras a China, por ejemplo, detentan, evidentemente, su lógica, pero, en verdad, convengamos *que no articulan a pleno un posicionamiento con relación al papel y a la evolución global de nuestro comercio exterior*. De paso, creo que iremos apreciando que China (1), erigida ya en una economía que avanza en términos de liderazgo mundial, no será un interlocutor comercial fácil de procesar, y, que, es probable, se requieran conversaciones de alcance global. Múltiples secuencias y casos parecen mostrar que, en sus negociaciones, los chinos “no se van con chiquitas”.

El BCRA, viene, como se expresó, ubicándose en el frente de batalla ante las turbulencias. Intentó razonablemente preservar cotas plausibles en materia de tasas de interés y de cambio nominal, incluyendo una vigilia atenta de la situación de liquidez (y tratando que el crédito sufra poco), Se sorteó hasta ahora un fenómeno de tenor “calesita”, donde el juego de tasas-tipo de cambio y de manejo de liquidez penetra en una peligrosa realimentación (más allá de que quepa discutir tal o cual mecanismo de inyección de liquidez). Bajo condiciones como las aludidas, el temor a un impulso adicional (por vía cambiaria) en materia de precios domésticos (al alza), queda bien circunscripto, aparte del seguimiento directo que se verifique en la materia.

Justamente, en el seno de este movimiento bastante concentrado en el accionar del BCRA, con sus reservas a cuestas, usándolas en su caso para definir aquella cota atendible de la que hablaba antes, no puede pasarse por alto los humores y antojos posicionales con las cuales hay que lidiar en la plaza, y, que aunque incorrectamente encaminados, integran el escenario a computar y permiten calibrar la correlación de fuerzas en cuyo seno se debe pulsar.

Las poses airadas ya arrancaron tiempo atrás cuando el BCRA, en coincidencia con lo que reclamábamos algunos (vgr. el que escribe, el propio R. Frenkel), comenzó a “conmover” la referencia de \$3,10 por dólar, que alentaba la idea del *cuasi peg*.

Claro, desde la visual de no pocos circuitos de especuladores, con sus voceros (los “economistas sesudos”) incluidos, este “despegarse”, máxime sí opera en el seno de una estrategia mayor, fastidia las posibilidades de la bicicleta financiera. Por lo tanto, enseguida se “pone el grito en el cielo”, y se agita a pleno los fantasmas del desborde de precios, y, “ya que estamos”, del despiporre o descontrol general de la economía. Por lo demás, adviértase que el tipo de capitales involucrado es el más afín a las instancias de volatilidad.

Sinceramente, planteos de este tipo me parecen en si mismos, *bastante cursis*. Dada una política integral que combina los superávits pertinentes (recordar en esto al fiscal) con la hipótesis del desendeudamiento, aplicando a la vez una política de ingresos activa, los fantasmas de desborde de precios y de desmanejo general se esfuman rápido. En un marco así, los operadores comienzan a tamizar – también, se les puede recordar el asunto- sus decisiones en materia. Se aprende a detectar oscilaciones cambiarias de corto, que no ameritan ajustes de valores internos plenos y perentorios, y, dándose una perspectiva, como la que propongo, de horizonte de deslizamiento cambiario (*crawl*) según la inflación meta, el traspaso de valores es confiable se dé en una escala bien sobria, y con una ordenada cadencia que no tiene por qué ser desarticulante. Esto, insisto, si se es completamente fiel a los términos de la estrategia integral.

De todos modos, así como a los comentarios críticos referidos los reputo argumentalmente *cursis*, *lo que es menos cursi es tanto la manera como arrecian en los medios tales comentarios*,

identificados apresuradamente con la “verdad”, como la forma con que se “bombardea” al público con semejantes enfoques. Casi hay un parangón con la fanfarria en torno al Indec, en la cual se ha tomado decidido partido en el plano mediático.

Por lo tanto, saber que abundan en la plaza pública los conductos que “reman en contra” es un dato no menor a computar a la hora de las pulseadas. Esto volvió a comprobarse días atrás cuando el BCRA dejaba manifestar el despliegue de cierta volatilidad cambiaria, ante lo cual cundieron las voces crispadas que reclamaban imperiosamente la aplicación de un *techo*, vía el accionar del BCRA, y, hasta si se quiere, postulaban que el nivel del dólar tenía que situarse aun más abajo.

¡Comamos vidrio, pero no del todo!. No se trate de que (nosotros) tomemos en solfa la conexividad de la dinámica cambiaria con, entre otras cosas, la marcha de los precios internos. ¡Muy lejos de ello!. Pero, en base a serios criterios de política integral y al uso de balizas pertinentes, esa conexividad –el famoso *pass through*- es asumible bajo moldes muy plausibles. Podemos manejar adecuadamente la regla: *más volatilidad de corto, más certeza de largo*. Y, siempre, amoldando la vara en correspondencia con los eventos externos.

Justamente, los aludidos críticos airados, en esencia, a lo que apuntan, auspiciando el desasosiego, es a lo siguiente: a) *que no se moleste la posibilidad de la bicicleta financiera haciéndose lugar a una volatilidad de corto*, y, b) *no se propulse, por motivos de rechazo estratégica, un enfoque que refrende auténticamente la estrategia larga de tipo de cambio competitivo y “cierto”, puntal del desarrollo.*

Lo que vengo expresando, estimo, reclama una reflexión especial.

En efecto, sabemos que los impugnadores del modelo competitivo productivo “sobran”. Como específico en mi reciente libro **Teoría del Modelo de Desarrollo de la Argentina**, el claro éxito del modelo no derivó en que la correlación de fuerzas en el campo de la opinión pública “conspicua” se haya revertido en favor del modelo. Así que no faltan los dispuestos a “conspirar en contra”, en base a los motivos y argucias oportunos en cada instante. Sea por el asunto Indec (de la mano de los grupúsculos politizados del organismo que han estado imponiendo su prepotencia durante todos estos años), sea por el ajuste “incompleto” que se practica a los bonos con CER, sea por los ruidos y turbulencias mundiales de turno, *and so on...*

El tema es que los “desafectos” o “conspiradores” son parte de la ecuación. Hay que tenerlos en cuenta y estar alertas ante su proceder. Pero, con “meras denuncias” de conspiración o de cosas por el estilo, no iremos muy lejos.

Existen instancias de orden externo, humores mundiales en un sentido u otro, que no manejamos en la fuente. Cuando ellos operan negativamente, *surge un cuadro objetivo que permeabiliza más el accionar de los “conspiradores”*. Recuérdese el dicho: “a río revuelto, ganancia de pescadores”.

Luego, los “conspiradores”, van a estar; tratemos de circunscribir su accionar. Pero, “están”. La situación objetiva, con su particular sesgo, “también está”.

Entonces, la mejor forma de afrontar los embates es hacerse fuerte en los propios supuestos o *fundamentales* del modelo competitivo productivo. Tanto más consolidados estos fundamentales, mayores las chances de resistir momentos objetivos más complicados y neutralizar las conspiraciones que buscan abreviar en los momentos sensibles de ese tenor.

A la postre, pareciera entonces que las condiciones domésticas a las que me he referido reiteradamente, van convergiendo ahora con las de idiosincracia externa en danza, para robustecer la imperiosidad de una muy seria adecuación del modelo a breve plazo, con vistas a una segunda fase virtuosa aquél.

Eduardo L. Curia
Agosto 28 de 2007

- (1) China nos plantea una paradoja: es un ejemplo serio de estrategia de desarrollo digno de computar y de atender; pero, a la par, dado su éxito, “nos corre” con su competitividad. Enfrentar el asunto parece rebasar la escala de la mera política cambiaria, salvo, delirando, una apreciación infinita de *yuan* chino. Claro, aun cuando nuestros problemas, como se dijo, trasciendan la pura referencia cambiaria a secas, también es verdad que pagamos la no subestimable pérdida de paridad real trasuntada en todo este período, y, que, a veces, se la tomó a la ligera.

De paso, adviértase lo siguiente. No sólo se trata de que, aun más allá de la necesidad de recurrir en el caso a medidas de administración del comercio exterior, no por eso debemos olvidar que nos dejamos estar algo en materia de nuestra política cambiaria, sino que China, asimismo, “nos enseña” de cara a la competitividad ante terceras plazas. Hay un tópico de *competitividades (cambiarías) cruzadas*. Al que aludo reiteradamente, aunque con poca suerte operativa. No sólo interesan específicamente los mercados chino y argentino en cuanto a la competitividad de China y de Argentina; también importa esta competitividad (de los dos países) *en el seno de los terceros mercados*. A las autoridades chinas no se les pasa por la cabeza de que, porque el dólar se deprecie en el mundo, *deben desprenderse de la referencia cambiaria de hecho con el dólar americano*. En rigor, hoy la referencia no es del 100% como poco tiempo atrás, pero, es de alrededor del 90% (en la canasta oculta). China no resigna competitividad cambiaria con EE.UU., y, en el mientras tanto, se robustece ante terceras plazas cuando el dólar se deprecia, algo con lo que nos topamos nosotros en los otros mercados. Y, a todo este asunto, los chinos se lo toman muy en serio, por lo cual, el juego de amenazas y contraamenazas lo practican con fruición. Aunque el interlocutor sea los EE.UU.